

**CALIFICACIÓN:**

Primera Emisión de Obligaciones	AAA
Tendencia	
Acción de calificación	Inicial
Metodología de calificación	Valores de deuda
Fecha última calificación	N/A

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:**

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y a la economía en general.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y demás documentos habilitantes.

**CONTACTO**

**Hernán López**  
Presidente Ejecutivo  
hlopez@globalratings.com.ec

**Mariana Ávila**  
Vicepresidente Ejecutivo  
mavila@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA para la Primera Emisión de Obligaciones de EXPOTUNA S.A. en comité No. 206-2023, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 15 de agosto de 2023; con base en los estados financieros auditados de los periodos 2020, 2021 y 2022 estados financieros internos, proyecciones financieras, estructuración de la emisión y otra información relevante con fecha junio 2022 y 2023 (Aprobado por la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas, el 01 de junio de 2023).

**FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN**

- El sector acuícola creció 11,8% en 2022, impulsado por sus exportaciones, especialmente del camarón. Este sector muestra un desempeño muy superior al promedio de la economía nacional que ser expandió en 2,9% en el mismo año. El sector acuícola es una de las industrias con mayor importancia en el país, considerando que el camarón se ubica como el principal producto no petrolero exportado, posicionando al Ecuador como el primer país productor y exportador de camarón. Las predicciones del sector acuícola para 2023 son más conservadoras y apuntan a una mayor estabilidad, con un crecimiento de 2,7%, que podría variar según un mayor dinamismo mediante las exportaciones a los principales países destino, especialmente China.
- EXPOTUNA S.A. mantiene 18 años de experiencia en el mercado ecuatoriano y forma parte de un Grupo Corporativo que, en conjunto con Frigorífico y Laboratorio San Mateo, es dueño de la marca Alimesa. Esta marca se dedica a comercializar productos del mar con una calidad de exportación en el país, con el objetivo de satisfacer la demanda.
- A partir de enero de 2019, EXPOTUNA S.A. ha ampliado su enfoque comercial para incluir la venta de camarón, además de sus operaciones de venta de pescado, tanto en el mercado nacional como en el internacional.
- En el transcurso del año 2021, el camarón emergió como el principal artículo de exportación no petrolera de Ecuador, superando al banano. De la mano con la recuperación del sector, la compañía experimentó un aumento significativo de 74,21% en las ventas, en particular logrando un incremento de USD 26,37 millones en ventas al extranjero. El comportamiento de las ventas se ha mantenido creciente durante los años de 2020 a 2022 alcanzando su pico más alto en 2022 (USD 101,39 millones), y se espera que se mantenga la tendencia creciente en los años proyectados. El EBTIDA cubrió los gastos financieros durante todo el periodo analizado.
- Durante el periodo en estudio la empresa ha experimentado un incremento importante en su operación, el que ha sido respaldado mediante financiamiento externo principalmente con entidades financieras, lo que se refleja en un flujo de financiamiento positivo. Adicionalmente, por efecto del aumento en las actividades, la empresa ha efectuado inversiones en propiedad, planta y equipo, que de igual manera han sido financiadas mediante crédito bancario principalmente con la Corporación Financiera Nacional.
- La emisión bajo análisis permitirá financiar el crecimiento de la compañía en los próximos años, aunque se hace necesaria una renovación de las obligaciones con entidades financieras. En base a las proyecciones de ventas realizadas, EXPOTUNA S.A. estaría en condición de cumplir con cierta holgura los resguardos de la presente emisión manteniendo montos de efectivo altos y generando flujos suficientes para cumplir las obligaciones.
- La emisión de obligaciones bajo análisis se encuentra debidamente instrumentada y estructurada, cuenta con resguardos de ley y está amparada por Garantía General. Cuenta con un límite de endeudamiento que consiste en mantener semestralmente un nivel de endeudamiento referente a pasivos al pago de intereses bancarios equivalente hasta el ochenta por ciento (80%) de los activos. Adicionalmente cuenta con cuatro compromisos adicionales: mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica, generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores, al final del año uno de la emisión la empresa se compromete a aumentar su capital autorizado a USD 800.000 y en el año dos de la emisión la empresa se compromete a aumentar su capital pagado a su máximo capital autorizado, el cual asciende a un total de USD 800.000.
- La presente Emisión de Obligaciones cuenta con Garantía Específica consistente en una prenda comercial ordinaria rotativa de cartera comercial que cubre 50% del valor de la Emisión.

## DESEMPEÑO HISTÓRICO

A partir de enero de 2019, EXPOTUNA S.A. ha ampliado su enfoque comercial para incluir la venta de camarón, además de sus operaciones de venta de pescado, tanto en el mercado nacional como en el internacional. El sector de la acuicultura y pesca se ha dinamizado gracias a la creciente demanda externa, sin embargo, durante 2020 el sector se vio afectado por la caída de los precios en el mercado internacional y por la contracción de la demanda, consecuentemente, las ventas para 2020 registraron un decrecimiento de 2,23% en comparación con el año anterior, a pesar de que las ventas de camarón aumentaron 24,30%.

En el transcurso del año 2021, el camarón emergió como el principal artículo de exportación no petrolera de Ecuador, superando al banano. De la mano con la recuperación del sector, la compañía experimentó un aumento significativo de 74,21% en las ventas, en particular logrando un incremento de USD 26,37 millones en ventas al extranjero. La tendencia creciente se mantuvo constante en 2022, evidenciada por un aumento de 39,53% en los ingresos, de los cuales 83,39% correspondió a ventas internacionales (específicamente ventas de camarón destinado a la exportación).

Entre 2020 - 2021 el costo de ventas de EXPOTUNA S.A. en promedio fue de 85,99%, mientras que para 2022 fue de 84,39% y estuvo compuesto principalmente por costo de ventas internacional del camarón (80,79%) y costos de fletes de exportación (6,70%). Para junio de 2023, el costo de venta representó 78,35% (USD 66,99 millones) mientras que a junio de 2022 fue de 75,72% (USD 33,92 millones) debido a cambios en los costos de adquisición de la materia prima de exportación.

Los gastos operacionales son aquellos necesarios para el funcionamiento de la empresa, en el caso de EXPOTUNA S.A. el gasto principal corresponde a "CIF aplicado", lo que se refiere a la implementación de los términos comerciales "*Cost, Insurance, and Freight*" (Costo, Seguro y Flete) en transacciones internacionales. Este término indica que el precio de un producto incluye su costo, así como los gastos de seguro y flete hasta el puerto de destino.

Los activos de la compañía experimentaron un comportamiento creciente en los últimos años. En 2020, el valor de los activos fue de USD 27,58 millones, mientras que para 2021 los activos incrementaron 44,31%, debido principalmente al aumento de USD 3,81 millones en inventarios (+91,45%) y USD 3,79 millones en cuentas por cobrar (+86,31%). Para 2022, los activos crecieron 4,89%, tomando un valor de USD 41,74 millones. Este incremento fue impulsado principalmente al aumento de USD 3,90 millones en inventarios. Para junio de 2023, el valor de los activos creció 14,91% nuevamente por efecto del crecimiento de USD 4,71 millones en inventarios.

Durante el año 2022 EXPOTUNA S.A. mantuvo una leve concentración del activo en el largo plazo (52,13%), sin embargo, para 2021 la concentración del activo cambió al corto plazo (56,76%) y se mantuvo similar durante 2022 (55,00%). Para junio de 2023 la tendencia de concentración de activos se mantuvo en el corto plazo con 59,94% del activo.

Históricamente los pasivos de la compañía han estado concentrados en el corto plazo, en promedio el pasivo corriente representó 64,97% del total de los pasivos entre el año 2020 y 2021. Para diciembre de 2022 el pasivo corriente representó 74,61% del total del pasivo, este aumento fue ocasionada por un incremento en las obligaciones con entidades financieras de corto plazo. Durante 2022 el pasivo corriente se concentró primariamente en obligaciones con instituciones financieras (31,70%), cuentas por pagar no relacionadas (21,37%) y cuentas por pagar relacionadas (12,03%).

EXPOTUNA S.A. mostró una estructura de financiamiento apalancada principalmente con entidades financieras con un 44,93% del total de los pasivos ya sea deuda a corto o largo plazo. La empresa también ha financiado las operaciones mediante crédito de corto y largo plazo otorgado por parte de los proveedores, tanto relacionados como no relacionados, que para 2022 participaron 40,11%. Para junio de 2023 la estructura de financiamiento se mantuvo similar a la del periodo histórico.

El capital social ha mantenido un valor de USD 200 mil durante todo el periodo en estudio. Para 2022 el capital suscrito de la compañía representó 2,19% del patrimonio, mientras que otros resultados integrales representaron 88,94%, los que hacen referencia a revaluación de propiedad, planta y equipo. Como

resultado, el índice de apalancamiento de EXPOTUNA S.A. aumentó de 2,22 en 2020 a 3,75 en 2023. Esto indica que la empresa mantiene dependencia del financiamiento externo.

RESULTADOS E INDICADORES	2020	2021	2022	JUNIO 2022	JUNIO 2023
	REAL			INTERANUAL	
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	41.717	72.674	101.399	44.809	78.487
Utilidad operativa (miles USD)	570	1.391	2.750	1.785	5.162
Utilidad neta (miles USD)	(311)	161	487	909	4.459
EBITDA (miles USD)	570	1.918	3.420	1.785	5.162
Deuda neta (miles USD)	11.861	12.907	14.977	14.655	14.876
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(1.974)	1.059	(2.366)	-	-
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	3.677	7.963	9.531	9.864	10.693
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	265	4.975	9.070	9.347	7.306
Razón de cobertura de deuda DSCRC	2,15	0,39	0,38	0,19	0,71
Capital de trabajo (miles USD)	2.257	47	(1.366)	1.156	2.601
ROE	-3,63%	1,86%	5,32%	19,02%	65,57%
Apalancamiento	2,22	3,60	3,57	3,55	2,53

Fuente: Estados de situación financieros Auditados 2020-2022 e Internos de junio 2022 y junio 2023.

## EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. se basan en premisas que consideran los resultados reales de la compañía, en el comportamiento histórico de los principales índices financieros y las proyecciones del emisor que se analizan en un escenario conservador. En general se ha tomado en cuenta que la inflación en un futuro próximo podría aumentar y situarse en alrededor de 5%, fenómeno mundial que depende de factores exógenos al Ecuador los que sin embargo tendrían influencia en la economía.

Es importante destacar que las proyecciones de GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. tienen como base las estimaciones y las estrategias delineadas por la administración y fueron elaboradas a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de forma que las conclusiones expuestas, así como el análisis que las acompañan no son definitivas. En este sentido, cambios en el marco legal, económico, político y financiero tanto a nivel local como internacional, podrían ocasionar fluctuaciones significativas en el comportamiento de las variables proyectadas.

Considerando los resultados reales de la empresa hasta junio de 2023, los que han sido superiores a los totales del año 2021, se prevé que para 2023 los ingresos incrementarán 35%, sin embargo, que para 2024 decrecerán 17% por efecto del comportamiento de las ventas realizadas en el exterior y por el dinamismo existente en el sector acuícola. Para 2025 se estima un incremento en ingresos de aproximadamente 5%, a partir de eso el crecimiento se mantendrá estable en 1% hasta el año 2027.

La participación del costo de ventas en promedio se ha mantenido alrededor de 85%, con el fin de estresar las proyecciones realizadas por el Emisor se estima que el costo de venta se mantenga en 86,4% durante la vigencia de la Emisión.

Los gastos operativos se proyectan en función del comportamiento de los ingresos y de la evolución de la estructura durante el periodo analizado. En un escenario conservador, la representatividad de este rubro sobre las ventas se proyecta superior a la estimada por el estructurador financiero y similar al porcentaje registrado en 2022, alcanzando para el cierre de 2023 un 10,48%.

Dado que se proyectan resultados operativos crecientes, la generación del EBITDA también mejorará durante el periodo de vigencia de la Primera Emisión de Obligaciones. Consecuentemente, la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros se proyecta superior a 2,86 veces en 2023. Esto demuestra que la compañía estará en capacidad de hacer frente al costo derivado del endeudamiento mediante la generación operativa. Para los años posteriores la cobertura del EBITDA sobre los gastos financieros mantendrá un promedio de 2,37, similar al del año 2023.

En cuanto al Estado de Situación Financiera, por efecto del crecimiento en ventas para el año 2023 se estima que la cartera incrementa en comparación con 2022, los días de cartera llegarían a 40 y mantendrían un comportamiento similar hasta 2027. Los días de pago a proveedores se analizó considerando las cuentas por

cobrar no relacionadas y relacionadas, para 2023 estos alcanzarían los 43 días similares a los 40 días que a la empresa mantuvo en 2021.

La empresa mantendría una estructura de financiamiento similar a la del periodo histórico, mantenido la deuda con entidades financieras en su mayoría en el corto plazo, sin embargo, en el corto plazo la deuda con entidades financieras se reduciría y sería sustituida por la colocación de la Primera Emisión de Obligaciones.

RESULTADOS E INDICADORES	2023	2024	2025	2026	2027
	PROYECTADO				
Ingresos de actividades ordinarias (miles USD)	136.888	114.301	119.445	120.640	121.846
Utilidad operativa (miles USD)	4.272	3.352	3.808	3.597	3.377
Utilidad neta (miles USD)	1.621	945	1.286	1.182	1.075
EBITDA (miles USD)	4.943	4.023	4.479	4.268	4.048
Deuda neta (miles USD)	19.953	15.926	15.182	13.980	12.897
Flujo libre de efectivo (FLE) (miles USD)	(3.163)	4.363	1.086	1.555	1.448
Necesidad operativa de fondos (miles USD)	13.689	11.430	11.945	12.064	12.185
Servicio de deuda (SD) (miles USD)	11.032	13.656	12.290	12.619	13.080
Razón de cobertura de deuda DSCRC	0,45	0,29	0,36	0,34	0,31
Capital de trabajo (miles USD)	2.280	608	1.095	852	2.160
ROE	15,35%	8,21%	10,06%	8,46%	7,14%
Apalancamiento	4,27	3,37	3,03	2,71	2,46

Fuente: Proyecciones realizadas por GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A.

## FACTORES DE RIESGO

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que puede materializarse cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoque que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos. De esta manera, el incumplimiento de pagos por parte de cualquier empresa podría eventualmente afectar los flujos de la compañía.
- La inestabilidad política afecta la inversión extranjera directa y el establecimiento de nuevas empresas. Además, ante mayor incertidumbre política, las arcas fiscales también resultan afectadas puesto que se incrementa los costos de financiamiento en el exterior.
- Los desequilibrios fiscales en Ecuador, como altos déficits presupuestarios y creciente deuda pública, pueden limitar la inversión pública y afectar la estabilidad económica.
- Cambios en la normativa y en el marco legal en el que se desenvuelve la empresa son inherentes a las operaciones de cualquier compañía en el Ecuador. En el caso puntual de EXPOTUNA S.A. lo anterior representa un riesgo debido a que esos cambios pueden alterar las condiciones operativas. La compañía tiene contratos suscritos con compañías privadas lo que hace difícil que existan cambios en las condiciones previamente pactadas.
- La continuidad de la operación de la compañía puede verse en riesgo por efecto de pérdidas de información. La compañía mitiga este riesgo por medio de políticas y procedimientos para la administración de respaldos de bases de datos, así como mediante aplicaciones de software contra fallas para posibilitar la recuperación en el menor tiempo posible.
- La propiedad, planta y equipo puede verse afectada por catástrofes naturales, robos, incendios, entre otros, lo cual generaría pérdidas económicas a la compañía. Para mitigar este riesgo la compañía cuenta con pólizas de seguro contratadas con Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A. que cubren riesgos de incendio multirriesgo, rotura de maquinaria y vehículos.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica como riesgos específicos previsible en el futuro en el sector en el que se desempeña el emisor o en sectores relacionados, los siguientes:

- El fenómeno de El Niño y los cambios climáticos pueden afectar negativamente la producción acuícola al causar alteraciones en las condiciones del agua, incluyendo disminución de oxígeno, proliferación de algas nocivas y cambios en la reproducción y crecimiento de las especies acuícolas.
- Las enfermedades virales representan una amenaza para el sector acuícola al causar disminución de la producción, afectando a especies como camarones, peces y moluscos en granjas acuícolas.

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. identifica los riesgos previsibles de los activos que respaldan la emisión y su capacidad para ser liquidados. Se debe indicar que los activos que respaldan la Emisión, de acuerdo con la declaración juramentada, son inventarios. Los activos que respaldan la presente Emisión pueden ser liquidados por su naturaleza y de acuerdo con las condiciones del mercado. Al respecto:

- Afectaciones causadas por factores como catástrofes naturales, robos e incendios en los cuales los activos fijos e inventarios se pueden ver afectados, total o parcialmente, lo que generaría pérdidas económicas para la compañía. El riesgo se mitiga con una póliza de seguros multirriesgo que la compañía mantiene sobre los activos con las aseguradoras Mapfre Atlas Compañía de Seguros S.A.

Se debe indicar que dentro de las cuentas por cobrar que mantiene EXPOTUNA S.A., se registran cuentas por cobrar a compañías relacionadas por USD 234 mil, por lo que los riesgos asociados podrían ser:

- Las cuentas por cobrar a compañías relacionadas corresponden a 0,56% de los activos totales, por lo que su efecto sobre el respaldo de la Emisión de Obligaciones es poco representativo. Si alguna de las compañías relacionadas llegara a incumplir con sus obligaciones, ya sea por motivos internos de las empresas o por motivos exógenos atribuibles a escenarios económicos adversos, no generaría un efecto negativo en los flujos de la empresa. Adicionalmente, la compañía mantiene adecuadamente documentadas estas obligaciones y un estrecho seguimiento sobre los flujos de las empresas relacionadas, manteniendo un riguroso proceso de cobranza.

## INSTRUMENTO

PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
	CLASES	MONTO (USD)	PLAZO (DÍAS)	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
Características	A	5.000.000	1.440	8,00%	Trimestral Con 180 días de gracia	Trimestral
Tipo de emisión	Los valores se emitirán de manera desmaterializada por lo tanto no aplica numeración.					
Garantía general	De acuerdo con el Art.162 Ley de Mercado de Valores.					
Garantía específica	La presente emisión cuenta con garantía específica consistente en prenda comercial ordinaria rotativa de cartera comercial de clientes extranjeros que cubre 50% del valor de la presente Emisión.					
Destino de los recursos	La Junta General de Accionistas determinó que los recursos provenientes de la emisión serán utilizados en activos fijos (20%) y capital de trabajo (80%) el cual consistirá en actividades destinadas a financiar más plazo para clientes, mejorar términos y condiciones con proveedores tanto en el aprovisionamiento de inventarios como en plazos de pago de insumos.					
Estructurador financiero	Fiduvvalor Casa de Valores S.A.					
Agente colocador	Fiduvvalor Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A.					
Representante de obligacionistas	Avalconsulting Cía. Ltda.					
Resguardos	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Los activos reales sobre los pasivos deberán permanecer en niveles de mayor o igual a uno (1), entendiéndose como activos reales a aquellos activos que pueden ser liquidados y convertidos en efectivo.</li> <li>■ No repartir dividendos mientras existan valores/obligaciones en mora.</li> <li>■ Mantener durante la vigencia de la emisión la relación de activos depurados sobre obligaciones en circulación, en una razón mayor o igual a 1,25.</li> </ul>					
Límite de endeudamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ EXPOTUNA S.A. se compromete a mantener durante el periodo de vigencia de la presente Emisión un nivel de endeudamiento referente a los pasivos afectos al pago de intereses equivalente hasta el 70% de los activos de la empresa.</li> </ul>					
Compromisos adicionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Mantener niveles de operación consistentes con los obtenidos históricamente en el ejercicio de su actividad económica.</li> <li>■ Generar niveles de rentabilidad suficientes para garantizar el pago de las inversiones y las obligaciones con los acreedores.</li> </ul>					

## PRIMERA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

- A final del año uno de la emisión la empresa se compromete a aumentar su capital autorizado a USD 800.000.
- En el año dos de la emisión la empresa se compromete a aumentar su capital pagado a su máximo capital autorizado, el cual asciende a un total de USD 800.000.

Fuente: Prospecto de Oferta Pública

El resumen precedente es un extracto del Informe de Calificación de Riesgos de la Primera Emisión de Obligaciones EXPOTUNA S.A., que ha sido realizado con base en la información entregada por la empresa y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,

**Ing. Hernán Enrique López Aguirre MSc.**  
Presidente Ejecutivo